

# 审计质量、终极控制人与投资效率

窦 炜<sup>1</sup>, 马莉莉<sup>2</sup>, 何云霜<sup>1</sup>

1. 华中农业大学 经济管理学院, 湖北 武汉 430070;

2. 武汉大学 经济管理学院, 湖北 武汉 430072)



**摘 要** 基于中国沪深 A 股上市公司的实际数据, 借鉴 Richardson 的研究模型, 分析并实证检验了审计监督质量的改善是否有利于提高上市公司的资本配置效率。研究发现, 审计质量的改善能够提高我国上市公司的资本配置效率。进一步研究发现, 不仅不同产权特征的上市公司资本配置效率损失的类型存在显著差异, 而且审计监督质量的改善对公司资本配置效率的提升作用也与公司的产权特征密切相关。按照地方政府控制、中央政府控制、国有企业集团控制和民营上市公司的排序, 高质量审计监督对非效率投资行为的抑制作用逐渐加强。

**关键词** 审计质量; 产权特征; 投资效率; 过度投资; 投资不足

**中图分类号:** F 239.42 **文献标识码:** A **文章编号:** 1008-3456(2016)02-0126-08

**DOI 编码:** 10.13300/j.cnki.hnwkxb.2016.02.018

近年来, 随着我国资本市场的飞速发展, 上市公司的投资效率问题越来越受到众多学者的关注。公开、透明的高质量财务信息早已被理论界广泛认可, 是能够通过改善契约和监督来提高公司资本配置效率的有效途径之一<sup>[1]</sup>, 而审计则是保证会计信息质量的现实路径<sup>[2]</sup>。高质量的审计可以通过对会计信息市场上虚假、无效信息的甄别、驱逐和惩罚, 来提高公司会计信息的质量, 降低外部股权投资者与企业内部管理层之间的信息不对称, 并通过真实财务信息的披露对管理层的自利行为形成监督和约束, 提高公司的资本配置效率。自从 Coase 于 1937 年以企业契约理论开启了企业这个“黑箱”之后, 股东、债权人、经营者、董事会, 甚至是由于股权异质性所带来大股东与中、小股东之间的分化等这些纷繁复杂的委托代理关系被清晰地呈现在我们面前, 同时, 由这些委托代理关系中所蕴含的大量受托经济责任, 无不延伸出了对审计认证的需求。因为, 受托责任人只有通过被独立第三方出具的具有法律效应的审计意见, 才能向委托人有效地传递其履约情况和被审计单位的可靠信息。显然, 审计所具有的这种信号传递作用, 能够有效地降低公司所面临的信息不对称, 在减少契约双方缔约成本的同时, 也有效地形成了对受托方履约执行情况的监督和事后威胁。既然如此, 那么为何在我国上市公司中仍然存在资本配置效率低下的问题呢? 是否理论与现实的相违背, 是因为审计监督对公司投资非效率的缓解程度可能依赖于某些固有的公司特征和因素, 如产权性质特征等? 这背后的逻辑机理和深层次制度因素究竟是怎样的? 基于对这些问题的探究和解答, 形成了本文的逻辑起点。

## 一、理论分析和研究假设

### 1. 审计质量与投资效率

传统的完美市场理论认为, 当市场处于信息的有效状态, 即信息是没有成本的时候, 每个投资者均可以获得同样的信息, 那么, 此时投资者投入的资本会自动流向资本配置效率高的公司, 直到所有

收稿日期: 2015-08-01

基金项目: 国家自然科学基金项目“控制权配置、投资效率与投资者保护: 理论与实证研究”(71302117); 湖北省自然科学基金项目“控制权配置、权利制衡与投资效率”(2014062); 中央高校基本科研业务费专项基金资助项目“控制权配置、投资效率与投资者保护”(2014BQ006)。

作者简介: 窦炜(1979-), 男, 副教授, 博士; 研究方向: 会计、公司财务与公司治理。

公司的效率相等为止。此时,企业投资主要取决于边际托宾Q值,即企业投资项目的盈利性或不同投资项目的组合,而不同融资方式的差异与企业价值完全无关。然而,由于现实世界中资本市场所存在的摩擦,使得信息总是处于不对称的状态中,并且信息的获取变得有成本,从而导致公司的投资效率实际上会随着诸如自由现金流等会计项目的变化而变化,而非理想状态下的资本自主流向最优项目。获取信息的差异让掌握信息更多的一方拥有更大的套利空间,因此,在大多数国家的资本市场中都是通过一整套强制性或自愿性的市场机制和制度安排来诱导信息强势方披露其重要信息,并对处于信息弱势方的中、小投资者实施保护。高质量会计信息就是这样一套机制,它能够通过改善契约和监督,降低契约各方的道德风险和逆向选择,从而减少公司的资本配置效率损失。反之,如果公司市场价值难以反映企业的真实价值,那么可能会导致市场存在严重的资本配置效率问题。此时,一方面,经营状况好的企业债券或股票价值被低估,即使有好的投资项目,也可能因为无法以合理的成本进行融资而被迫放弃;另一方面,一些经营状况不佳的企业债券或股票价值可能被高估,并由此产生这类企业的过度投资风险。因此,不管是投资者还是委托人都对公司高质量会计信息有着强烈的需求。审计监督正是适应这种需求,通过对市场会计信息质量的甄别来实现促进公司投资效率的改进,以及市场资源配置的优化。现有的理论研究模型也都表明,尽管审计作为一种起监督和制约作用的强制性制度安排,其质量的提高并不会直接增加公司的现金流或价值,但审计质量的提高可以通过改变投资者的预期来影响公司的现金流或价值。如果投资者对公司的预期感到不确定,那么该公司的外部融资的风险补偿成本会上升,导致企业价值的下降;反之,如果投资者对公司预期持乐观态度,那么该公司可能融到超出预期的资本,或者外部融资成本的下降都会增加企业价值。廖义刚等的研究也得出了相似的结论,他们以2000—2005年我国财务困境上市公司为样本,经实证研究发现:这些公司在被出具持续经营审计意见的次年,代理成本显著降低,这表明上市公司公开审计意见的披露,确实有助于改善资本市场上投资者对财务困境公司的预期,反之,委托人和债权人也有动机通过选择高质量的审计来谋求正当的利益诉求<sup>[3]</sup>。何熙琼以国内制造业上市公司为样本,实证研究发现从会计信息质量、信息不对称的角度来看,会计信息质量影响企业投资效率程度在代理成本高的样本中更加显著<sup>[4]</sup>。因为代理冲突严重的企业更有动机选择高质量审计,向市场传递积极的信号,以吸引潜在的投资者。翟华云等的研究则从注册会计师和会计师事务所的审计风险视角分析了高质量审计与公司投资效率之间的关系,结果表明:出于降低审计和被诉讼风险的角度考虑,注册会计师和事务所均有足够的动机和能力,通过遏制被审计单位的可操作性应计利润来降低自身的风险,从而有助于提高公司的投资效率<sup>[5]</sup>。根据以上分析,我们提出如下假设:

H<sub>1</sub>:在其他条件相同的情况下,审计质量与公司投资不足显著负相关,与公司投资过度显著负相关。

## 2. 审计质量、终极控制人性质的与投资效率

立足于我国上市公司特殊的制度背景和产权特征,众多研究都已发现不同所有权性质的公司在投资支出上也有着巨大差异。徐莉萍等的研究按照最终控制人的性质和行政级别将上市公司划分为中央政府控制、地方政府控制、国有企业集团控制等几个不同类型,结果发现不同性质控股大股东控制的上市公司在经营绩效上有着显著差别<sup>[6]</sup>。由于,不论在股权分置改革前还是后,我国上市公司都表现出典型的“一股独大”的大股东控制结构,因此,控股股东所持有的股权集中度较高,公司董事会决议、高管任命等重大决策都受到控股股东的控制,而其他中小股东,甚至第二、第三大股东都很难对控股股东的决议产生实质性的影响。再加上处于转轨经济背景下的国有企业,在经营活动和决策上不可避免要比民营企业承担更多的如经济发展战略、就业、税收、社会稳定等非市场化的目标 and 责任,也就不难理解不同产权性质的企业在投资支出及其效率上的巨大差异了。更为重要的是,即使是同样属于国有产权,但伴随着国有资产管理体制的变革,国家对国有控股上市公司的持股方式也变得多样化。中央政府控制、大型国有企业集团控制、地方政府控制等不同控制路径的差异必然导致即使是属于相同产权性质的上市公司也不必然就面临着相同的代理和投资效率问题。

一般认为国有上市公司中的“所有者”缺位和“预算软约束”问题,会导致在这些企业中普遍存在着缺少对管理者的有效监管,因而面临较为严重的过度投资效率损失。相比于民营企业来说,更为严重的

是在我国转型加转轨的特殊经济和社会制度背景下,国有企业不可能也没有在法律许可的范围完全拥有根据自身经营目标自主调整经营行为的权利。从中央到地方,国有企业在进行自身经营业务活动的同时,不可能避免地要面临政府各级部门所下达的对其经营活动进行干预的行政命令,甚至是干脆由政府命令企业必须如何进行经营活动。这种来自政府部门的干预和约束,一方面使得国有企业不可能完全以利润最大化或股东价值最大化的目标来经营公司,而必须兼顾各种政府部门所承担的社会职能和责任,使其不能按照市场化要求真正自主决策;另一方面,也正是由于我国国有企业这种与政府部门的天然“亲近”关系,而导致其相比于民营上市公司而言,在应对正常的法律和监管约束上受到完全不同的区别对待。这两方面同时存在的影响,使得国有上市公司有着诸多的“借口”和可能,以及足够的动力去实施过度投资行为。而对于民营上市公司来说,它们为了自身的发展和壮大,必须积极而有效地进行投资。在完全市场化经营目标面前,理性的民营企业自身不会,也不可能拥有动力去从事无效率,甚至导致亏损的过度投资。但由于政府手里掌握着诸如信贷等市场资源,使得民营公司在发展壮大时面临信贷歧视而不得不遭受严重的融资约束和投资不足效率损失。因此,高质量审计监督对投资效率所发挥的作用在国有企业和民营企业这两类不同产权特征的公司中是完全不同的:一方面,高质量审计对国有企业形成的监督约束会较好地抑制其过度投资的效率损失问题;另一方面,在民营企业中,高质量审计对投资效率的影响则主要表现在对投资不足效率损失的抑制上。

此外,决定审计质量的不仅仅是审计标准、事务所规模以及客户素质等技术性因素,制度环境尤其是法律和监管环境也是审计质量的决定性因素<sup>[7-8]</sup>。缺乏约束力和公平的公司内、外治理环境对高质量审计职能的发挥存在一定的负面影响,因为审计职能的发挥必须依赖于外部监管环境的作用。显然,这使得不管是对过度投资还是投资不足的抑制,高质量审计在民营上市公司中所发挥的作用都会大于在国有上市公司中的作用。而且,更进一步由于中央政府控制国有企业直属中央,且大多是关系国民经济命脉和国家安全行业,因此往往会受到更为严格的监督<sup>[9]</sup>,比如来自审计署的审计,或新闻和社会舆论关注的中心和焦点<sup>[6]</sup>。这都会导致在中央政府控制的国有上市公司中,审计职能的发挥会更为有效。另外,就国有企业集团而言,相比于作为政府部门控制的上市公司,不管是中央政府控制,还是地方政府控制,由于其企业化的运作方式,会使得其较少地受到政府部门的行政干预。因而,也更加有利于审计监督职能在引导公司资源配置方面应发挥的作用。基于此,本文提出如下假设:

H<sub>2</sub>:在国有上市公司,高质量审计监督对投资效率损失的抑制作用主要表现在对过度投资行为的抑制,而在民营上市公司中则主要表现在对投资不足行为的抑制。

H<sub>3</sub>:按照地方政府控制、中央政府控制、国有企业集团控制和民营上市公司的排序,高质量审计监督对非效率投资行为的抑制作用逐渐加强。

## 二、研究设计与变量定义

### 1. 数据来源与样本筛选

中国证监会自 2002 年开始相继出台的《上市公司股东持股变动报告》《上市公司治理准则》等规章制度都明确要求上市公司必须“严格披露控股股东或实际控制人的详细资料,以便为社会公众提供更为充分的信息。”鉴于此,我们选取 2004—2012 年全部沪、深 A 股上市公司的数据作为研究样本。考虑到可能对研究结果产生偏差的因素,我们对上述全样本数据进行了如下筛选:(1)剔除实际控制人无法识别的样本<sup>①</sup>;(2)剔除数据缺失或不全的样本;(3)剔除被 PT、ST 的样本;(4)剔除金融业上市公司的样本。通过上述剔除工作以后,我们最终得到了 8 572 个样本数据。本文研究中所需要的数据主要来自于国泰安(CSMAR)数据库,部分数据来自于证监会指定上市信息披露网站巨潮资讯网(www.cninfo.com.cn),由作者手工收集和整理,统计分析采用软件 Stata 12.0 来完成。

### 2. 模型的设定与变量的定义

(1)投资效率的测度。在现有文献中所采用的对公司投资效率损失进行度量的方法主要有两种:

① 在数据整理过程中发现部分上市公司由于存在委托监管、债转股协议等特殊情况,而无法辨别上市公司的实际控制人。

一是,基于FHP的投资—现金流敏感性模型的基础上发展而来的Vogt模型。该模型通过设定一个自由现金流与投资机会的交乘项来对企业所处的投资效率状态进行判断;如果交乘项系数为正,则表示当公司面临较多的投资机会集时,却没有与之相对应的充分自由现金流用于投资,即公司处于投资不足状态;反之,如果系数为负,则表明公司在没有较好的投资机会前提下,却用大量的自由现金流进行过度投资,此时公司处于过度投资状态。尽管该模型能够通过造成公司投资—现金流敏感性的内在动因进行区分,进而判断出公司所处的投资效率损失状态,但问题在于,该模型无法量化公司过度投资或投资不足的具体程度。二是,基于现代投资预期理论发展而来的Richardson模型。该模型的基本思想是通过在经验研究模型中加入对公司投资效率产生重要影响的因素,对公司的最优(预期)资本支出额进行估计,然后以公司该年财务报告中所反映的实际资本支出与这一估计的最优(预期)支出额之间的差额来确定公司的投资效率损失。若这一差额大于零,则表明存在过度投资,反之,则存在投资不足。这一模型刻画的关键在于对企业理想最优预期投资支出的估计。该模型可以用下式表示:

$$INV_{i,t} = EI_{i,t} + U I_{i,t} \quad (1)$$

其中 $INV_{i,t}$ 、 $EI_{i,t}$ 和 $U I_{i,t}$ 分别为公司 $i$ 第 $t$ 期的实际投资支出、最优(预期)投资支出和投资效率损失。借鉴Richardson的研究,选取公司股票月度平均回报率、成长性、资产负债率、自由现金流、Tobin'Q值以及总资产收益率等几个因素来对公司的最优(预期)资本支出进行估计<sup>[10]</sup>。为了进一步控制行业与时间效应,在模型中加入了行业和年度虚拟变量。具体模型如下:

$$INV_t = \alpha_0 + \alpha_1 FCF + \alpha_2 Q + \alpha_3 Profit + \alpha_4 Growth + \alpha_5 Size + \alpha_6 Lev + \alpha_7 Age + \alpha_8 StockReturn + \sum Ind + \sum Year + \epsilon \quad (2)$$

其中, $INV$ 为公司 $i$ 第 $t$ 年的新增资本支出额<sup>①</sup>,等于公司现金流量表中“购建(处置)固定资产、无形资产和其他长期资产所支付(所收回)的现金流量净额”。模型估计的残差 $\epsilon$ 就是投资效率损失 $U I_{i,t}$ 。当残差大于零时,表明公司实际资本支出大于最优(预期)资本支出,即过度投资,用 $OverINV$ 表示;反之,表明公司实际资本支出小于最优(预期)支出,即投资不足,用 $UnderINV$ 表示。模型中的其他变量定义见表1。

(2)实证检验模型。在对投资不足和过度投资进行测度以后,采用如下模型来实证检验审计质量、终极产权特征与投资效率三者之间的相互关系。

$$OverINV_{i,t}(UnderINV) = \alpha_0 + \alpha_1 Audit + \sum Ind + \sum Year + \epsilon \quad (3)$$

$$OverINV_{i,t}(UnderINV) = \alpha_0 + \alpha_1 Audit + \alpha_2 Central \times Audit + \alpha_3 Province \times Audit + \alpha_4 Company \times Audit + \alpha_5 Private \times Audit + \sum Ind + \sum Year + \epsilon \quad (4)$$

上述模型中 $Audit$ 为审计监督质量变量。由于“四大”会计师事务所有着较好的执业经验和业务能力,以及相对于国内会计师事务所具有更好的审计独立和声誉,现有文献大都认为“四大”会计师事务所能够提供高质量的审计监督和服务<sup>[11]</sup>。借鉴这些研究,本文定义 $Audit$ 为审计质量虚拟变量,若上市公司由“四大”会计师事务所审计则取值为1,否则为0。其他变量 $Central$ 、 $Province$ 、 $Company$ 和 $Private$ 则分别表示中央政府控制、地方政府控制、国有企业集团控制和民营企业控制的不同产权特征。模型(2)用来验证假设 $H_1$ 和假设 $H_2$ 。如果假设 $H_1$ 成立,那么在全样本分析时,模型(2)中的 $\alpha_1$ 应为负数,且通过显著性检验。为了验证假设 $H_2$ ,则进一步将样本进行分组,所有中央政府控制、国有企业集团控制、地方政府控制的上市公司归为国有产权上市公司,自然人或民营企业控制上市公司归为非国有产权上市公司,进而检验不同产权特征下,审计监督对两类公司投资效率损失行为的影响差异。最后,进一步将国有产权上市公司根据终极控制人的控制层级,细分为中央政府控制、国有企业集团控制、地方政府控制三类,全部代入模型(3)中进行验证,用以检验假设 $H_3$ 。模型(3)中

① Richardson的研究认为公司实际总投资支出由折旧与摊销以及维持机器、设备及其他经营性资产正常运营的总必要投资花费与新增投资支出两部分共同构成。

分别设置了 4 个交互项目,用以分别检测在不同产权特征类型下,审计监督质量对公司投资效率影响的变化。模型中相关变量的定义见表 1。

表 1 变量及变量定义

变量	变量定义或计算方法
实际总投资支出 $INV_t$	等于现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金”减去“处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金”净额除以资产负债表中的“年初总资产”账面价值
过度投资 $OverINV_t$	过度投资效率损失,等于模型(1)中残差大于零的部分
投资不足 $UnderINV_t$	投资不足效率损失,等于模型(1)中残差小于零的部分
审计监督 $Audit$	表示审计监督,当上市公司为“四大”会计师事务所审计为 1,反之为 0
中央政府控制 $Central$	表示上市公司为中央政府控制为 1,反之为 0
地方政府控制 $Province$	表示上市公司为地方政府控制为 1,反之为 0
国有企业集团控制 $Company$	表示上市公司为国有企业集团控制为 1,反之为 0
民营企业 $Private$	表示上市公司为自然人或民营企业控制为 1,反之为 0
自由现金流 $FCF_{t-1}$	自由现金流,等于现金流量表中“经营性活动现金净额”除以资产负债表中的“年初总资产”账面价值
Q 值 $Tobin'Q$	Tobin' Q 值,等于公司市场价值与账面价值之比
总资产收益率 $Profit$	盈利性,等于公司当年的总资产收益率
主营业务增长率 $Grow_{t-1}$	成长性,等于公司当年的主营业务收入增长率
公司规模 $Size$	公司规模,等于公司资产负债表中“年初总资产”账面价值的自然对数
资产负债率 $Lev$	资产负债率,等于公司资产负债表中的“总负债”账面价值除以“总资产”的账面价值
上市期限 $Age$	上市年限,等于公司实际的上市时间(以年为单位)
股票回报率 $Stock Return$	股票回报率,等于 $Stock Return = \prod_{k=1}^{12} (1+R_{i,k}) - \prod_{k=1}^{12} (1+R_{m,k})$ 。其中, $R_i$ 为考虑现金红利再投资的月个股回报率, $R_m$ 则指月度市场回报率
行业 $Ind$	行业虚拟变量
年度 $Year$	年度虚拟变量

### 三、实证分析及结果

#### 1. 描述性统计分析

表 2 列示了所选取样本公司产权特征的描述性统计分析。从中可以看出,在我国上市公司中,国有产权的上市公司仍然为上市公司的主体,占全样本的 61.36%,而自然人或民营企业控制的上市公司只占样本的 38.64%。而且在国有产权的上市公司中,由地方政府控制的上市公司数量最多为 2 894 个样本,占总样本的 33.76%,中央政府控制的上市公司仅有 532 家,仅占样本量的 6.21%,其余为国有企业集团控制的上市公司。

表 2 我国上市公司产权特征的描述性统计分析

终极控制人类型	样本量	占比/%
样本	8 572	100.00
自然人或民营企业控制	3 312	38.64
国有产权上市公司	5 260	61.36
中央政府控制	532	6.21
地方政府控制	2 894	33.76
国有企业集团控制	1 834	21.40

表 3 和表 4 列示了根据前述模型 2 对上市公司投资效率进行估计的结果,及对投资效率估计结果的分类描述性统计。从表 3 的结果可以看出,除  $Stock Return$  外其余所有变量均在 1%水平上通过了显著性检验,而  $Stock Return$  则在 10%显著性水平上通过了检验。这表明模型中的相关变量确实是构成公司预期投资支出的重要因素。表 4 则进一步根据上市公司终极控制人特征分类列示了对投资效率估计结果描述性统计分析。从该表可知,过度投资和投资不足两类投资效率的损失同时广泛存在于我国上市公司中,且就过度投资而言地方政府控制的上市公司均值为 0.068 25,要显著高

表 3 投资效率的模型估计结果

$INV$	$Coef.$	$Std. Err.$	$t$	$P >  t $
$FCF$	0.029	0.002 4	11.86	0.000
$Tobin'Q$	-0.063	0.008 7	-7.29	0.000
$Profit$	0.112	0.030 2	3.70	0.000
$Grow$	0.018	0.001 5	12.05	0.000
$size$	-0.114	0.042 8	-2.67	0.008
$Lev$	0.071	0.015 0	4.73	0.000
$Age$	0.022	0.004 1	5.27	0.000
$Stock Return$	-0.017	0.010 1	-1.73	0.085
$Ind$	-	-	-	-
$Year$	-	-	-	-
$Adj-R^2$	0.054 7			
$F$ 值	72.24			

于中央政府控制、国有企业集团控制和民营企业的上市公司,其最大值更是达到了 0.507 47。这表明与本文预期的结果一致,地方政府控制的上市公司过度投资效率损失的问题可能要高于其他类型的上市公司。而且,在国有产权的上市公司中,国有企业集团控制的上市公司其过度投资的均值和最大值均要小于其他两类上市公司。这也与本文的预期相符。此外,就投资不足而言,可以看出自然人或民营企业控制的上市公司均值和最大值分别为 0.048 57 和 0.386 20,都明显高于其他三类国有产权的上市公司。这也初步说明相对于国有产权的上市公司来说,民营上市公司存在更为严重的投资不足问题。

## 2. 实证分析

表 5 列示了按照模型(2)对样本进行回归分析的结果。结果显示,不论是投资过度还是投资不足,在全样本中都在 1%显著性水平下通过了显著性检验,且系数为负。这表明高质量的审计监督确实能够对公司投资效率的损失起到抑制作用,假设  $H_1$  得到验证。在将全样本分为国有产权和非国有产权以后,发现在过度投资效率损失中,尽管高质量的审计监督也都通过了显著性检验,但在非国有产权样本组中的

的系数  $\alpha_1$  要远低于国有产权组的系数,且仅在 10%水平上通过了显著性检验。这表明高质量审计监督对过度投资非效率行为的抑制作用在国有产权特征的上市公司中更为明显。在对投资不足的检验中则发现,高质量审计监督的抑制作用在国有产权特征的上市公司并没有通过显著性检验,而在非国有产权特征的样本公司中在 1%水平上通过了显著性检验。与过度投资的回归结果相对比,表明高质量审计监督对投资不足和过度投资两类非效率行为的抑制作用在国有产权特征的上市公司中有着显著差别,这种抑制作用主要表现在对过度投资的影响上,而在对投资不足效率损失的影响则并不明显。同时,高质量审计监督对投资不足的抑制作用则主要体现在非国有产权特征的上市公司中。因此,假设  $H_2$  得到验证。

表 5 审计监督质量对公司投资效率的实证检验结果

变量	投资过度			投资不足		
	模型(2) 全样本	模型(2) 国有产权	模型(2) 非国有产权	模型(2) 全样本	模型(2) 国有产权	模型(2) 非国有产权
<i>Audit</i>	-0.128 9*** (3.54)	-1.096*** (4.72)	-0.131 5* (-1.69)	-0.573 0*** (-3.68)	-0.087 7 (-0.71)	-0.534*** (-3.02)
<i>Year</i>	—	—	—	—	—	—
<i>Ind</i>	—	—	—	—	—	—
<i>Adj-R<sup>2</sup></i>	0.261 3	0.178 6		0.178 7	0.186 8	
<i>F</i> 值	16.38	11.29		14.34	16.03	

注:括号中为  $T$  值,并经 White 异方差稳健性修正,\*\*\*、\* 分别表示在 1%、10%的水平上显著,表 6 同。

表 6 是按照终极控制人产权特征和政府控制层级分组对审计监督质量对公司投资效率的实证检验结果。从表中可知,过度投资和投资不足两类非效率投资行为对 4 个交互项的系数都通过了显著

表 4 按照终极控制人特征分类描述性统计

	投资过度	投资不足
中央政府控制		
均值	0.059 42	0.037 90
最小值	0.000 44	0.000 06
中位数	0.044 72	0.035 78
最大值	0.303 77	0.221 62
地方政府控制		
均值	0.068 25	0.037 99
最小值	0.000 03	0.000 02
中位数	0.069 38	0.036 21
最大值	0.507 47	0.298 91
国有企业集团控制		
均值	0.056 70	0.037 56
最小值	0.000 08	0.000 14
中位数	0.039 89	0.036 46
最大值	0.284 50	0.241 78
自然人或民营企业控制		
均值	0.040 84	0.048 57
最小值	0.000 01	0.000 04
中位数	0.044 01	0.045 95
最大值	0.365 33	0.386 20

性水平检验,表明不同政府控制层级条件下,审计监督质量对这两类非效率投资行为的影响确实存在显著差异。而且,按照地方政府控制上市公司、中央政府控制上市公司、国有企业集团控制上市公司、民营上市公司的排序,交互项的系数逐渐加大,表明高质量审计监督对两类非效率投资行为的抑制作用在按照上述政府层级和产权特征排序逐渐加强。这与假设 H<sub>3</sub> 的推测是一致的。

表 6 审计监督质量对公司投资效率的分组实证检验结果

变量	投资过度	投资不足
	模型(3)	模型(3)
<i>Audit</i>	-0.006 2*** (-3.99)	-0.048 6*** (-3.18)
<i>Central</i> × <i>Audit</i>	-0.577 2*** (-3.02)	-0.924 8*** (-3.79)
<i>Province</i> × <i>Audit</i>	-0.189 0*** (-3.55)	-0.539 0*** (-6.04)
<i>Company</i> × <i>Audit</i>	-1.320 0*** (-3.64)	-1.660 0*** (-6.59)
<i>Private</i> × <i>Audit</i>	-3.096 0* (-1.69)	2.021 0*** (4.67)
<i>Year</i>	—	—
<i>Ind</i>	—	—
<i>Adj-R</i> <sup>2</sup>	0.126 9	0.098 7
<i>F</i> 值	11.47	8.34

### 3. 稳健性检验

本文按照政府层级和产权性质的差异对样本进行了交叉分组,并在此基础之上对审计质量与公司资本配置效率进行了实证分析。为了进一步确保本文研究结论的可靠性,做了如下稳健性检验:(1)为了消除不同行业间的差异,对样本数据进行了行业中位数调整。(2)考虑对投资效率可能存在的估计误差,分别去除了过度投资和投资不足估计值最大和最小 10% 的样本数据。在消除可能存在的估计误差的同时,也剔出了极端值对研究结论的影响。(3)考虑选用不同研究方法可能出现的差异,在将样本进行交叉分组和得出两类非效率投资估计值后,对不同样本组估计值两两分别进行了 T 检验和 Mann-Whitney U 检验,来代替多元线性回归。经上述工作后,结果发现研究结论并无实质性偏差<sup>①</sup>。

## 四、结论与启示

结合中国新兴加转轨的制度背景和公司财务行为,运用我国上市公司的经验数据来实证检验审计监督质量的改善是否有利于提高我国上市公司的资本配置效率,并试图探讨为何在不同产权性质和政府控制层级特征的公司中,审计监督质量对公司投资非效率的缓解程度存在差异?以及这种差异产生背后所存在的原因和深层次的制度因素。研究结果发现,审计质量的改善确实能够提高我国上市公司的资本配置效率。进一步研究发现,不仅不同产权特征的上市公司资本配置效率损失的类型存在显著差异,而且审计监督质量的改善对公司资本配置效率的提升作用也与公司的产权特征密切相关:相对于民营上市公司,高质量审计对国有产权上市公司中的过度投资行为的治理作用更为明显。同时,按照地方政府控制、中央政府控制、国有企业集团控制以及民营上市公司的排序,高质量审计监督对非效率投资行为的抑制作用逐渐加强。

上述研究结果表明,尽管在理论上审计监督质量的改善能够有助于抑制我国上市公司低下的资本配置效率,然而这种改善的程度和效果却严重依赖于我国上市公司所独有产权性质特征和政府控制层级等固有因素。因此,要充分理解我国上市公司非效率投资行为背后的动机、形成机制以及经济

① 限于篇幅原因,本文没有列出稳健性检验的相关回归结果。

后果,更好地掌握企业主体的行为规则和特点,规范和调节经济运行,就必须深刻理解与把握我国特殊经济背景下形成的上市公司特殊的产权性质和政府控制特征。同样,对我国股权改革及公司治理效率的研究和建议,也应该建立在对我国“转轨加转型经济”这个大制度背景下,立足于我国上市公司产权性质的特殊性这个前提,除了要改进和完善企业内部治理结构和建立健全企业决策机制外,还必须促进我国政府治理的改革,如完善地方政府官员行政晋升的考核指标体系、明确相关政府部门管理的权限和范围等,从而切实减少政府对企业和市场的干预与控制,使企业成为真正的市场竞争主体,提高企业资本配置效率。

### 参 考 文 献

- [1] BUSHMAN R M, SMITH A. Transparency, financial accounting information and corporate governance[J]. *Economic Policy Review*, 2003, 9(1): 65-87.
- [2] VERDI R S. Financial reporting quality and investment efficiency[D]. Dissertation: University of Pennsylvania, 2006.
- [3] 廖义刚, 张玲, 谢盛纹. 杠杆治理、独立审计与代理成本——来自财务困境上市公司的实证发现[J]. *经济评论*, 2009(6): 74-82.
- [4] 何熙琼. 会计信息质量、信息不对称与企业投资效率[D]. 成都: 西南财经大学会计学院, 2012.
- [5] 翟华云, 廖洪. 投资机会、审计风险与审计质量研究[J]. *审计与经济研究*, 2011, 26(4): 46-53.
- [6] 徐莉萍, 辛宇, 陈工孟. 股权集中度和股权制衡及其对公司经营绩效的影响[J]. *经济研究*, 2006(1): 90-100.
- [7] KHURANA I K, RAMAN K K. Litigation risk and the financial reporting credibility of big versus Non-big audits: Evidence from Anglo-american Countries[J]. *The Accounting Review*, 2004, 79 (2): 473-495.
- [8] 杨慧君, 杨伟国. 影响审计判断的因素分析及对策思考[J]. *华中农业大学学报(社会科学版)*, 2004(2): 24-26.
- [9] XU L. Types of large shareholders, corporate governance and firm performance[R]. Guangzhou: Sun Yat-sen University, 2004.
- [10] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow[J]. *Review of Accounting Studies*, 2006(11): 159-189.

(责任编辑: 刘少雷)